



2016年10月31日

## 买入(首次覆盖)

当前价: 46.47 元  
目标价: 57 元

## 基础化工/汽车行业研究组

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001  
电话: 010-64408937  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

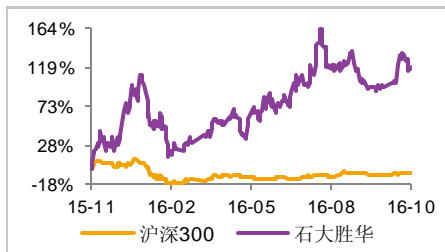
研究助理: 陈博

电话: 010-64408516  
邮箱: chenbo@lxsec.com

研究助理: 宋韶灵

电话: 010-64408637  
邮箱: songshaoling@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

## 盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	3454	4263	5452	6482
(+/-)	15.4%	25.2%	20.5%	20.9%
净利润	61	185	346	471
(+/-)	45.8%	271%	41.0%	32.4%
EPS(元)	0.24	0.85	1.63	2.22
P/E	140.92	54.74	28.49	20.92

资料来源: 联讯证券研究院

石大胜华(603026.SH)

## 电解液溶剂量价齐升, 六氟磷酸锂增长可期

## 投资要点

## ◇ 事件

公司 2016 年三季度报告公布, 前三季度营业收入为 26.99 亿元, 同比增长 8.79%; 归母净利润为 1.36 亿元, 同比增长 202.21%; 基本每股收益 0.67 元, 同比增长 157.69%。

## ◇ 点评

**拥有碳酸二甲酯全产业链, 且电解液领域需求快速增长, 产业链景气上升**

公司是国内电解液溶剂龙头, 市场占有率近五成, 产品包括碳酸乙烯酯、碳酸丙烯酯、碳酸二甲酯、碳酸二乙酯和碳酸甲乙酯等五种, 可为不同需求的客户提供不同的产品搭配, 竞争力较强。碳酸二甲酯 (DMC) 作为公司的核心产品之一, 用途广泛。受益于新能源汽车产业蓬勃发展, 作为锂电池电解液有机溶剂的需求快速增长。

从 DMC 生产工艺来看, 酯交换法生产 DMC 会联产丙二醇。丙二醇下游是丙二醇醚及酯, 具有较高的附加值, 可用作溶剂、助溶剂、清洗剂、抗冻剂、萃取剂和其他有机合成原料等。此外, 公司自产环氧丙烷, 原料方面也具有竞争力。既有原料成本优势, 又受益于 DMC 价格快速增长。

**新建 2000 吨/年六氟磷酸锂装置近期投产, 明后年有望放量增长**

近两年, 六氟磷酸锂需求井喷, 虽然近期各大六氟磷酸锂厂商纷纷扩充产能, 但扩产周期约需要一年半, 新增产能仍然十分有限, 导致六氟磷酸锂价格从 2014 年初 10 万元/吨飙涨至 2015 年底近 45 万元/吨。

公司新建 2000 吨/年近期投产, 有望缓解六氟磷酸锂供应, 提高公司在锂电池电解液市场的地位。

## ◇ 盈利预测与估值

根据公司以往各产品的经营业绩, 结合公司和行业未来发展状况, 预测公司 2016、2017、2018 年营业收入分别为 42.63 亿元、54.52 亿元和 64.82 亿元, 归属母公司净利润分别为 1.72 亿元、3.31 亿元和 4.51 亿元, EPS 分别为 0.85 元、1.63 元和 2.22 元。公司当前股价 (按 10 月 31 日收盘价) 为 46.47 元, 对应 2016、2017、2018 年 PE 分别为 55 倍、29 倍和 21 倍。

新能源汽车行业“十三五”期间维持景气, 公司加码锂电池电解液, 首次覆盖, 给予买入评级, 目标价格为 57 元。

## ◇ 风险提示

安全生产风险、下游需求不及预期风险和原材料价格大幅增长风险。



## 目 录

一、事件 .....	3
二、点评 .....	3
(一) 拥有碳酸二甲酯全产业链，且电解液领域需求快速增长，产业链景气上升 .....	3
(二) 新建 2000 吨/年六氟磷酸锂装置近期投产，明后年有望放量增长 .....	4
三、盈利预测与估值 .....	5
四、风险提示 .....	6

## 图表目录

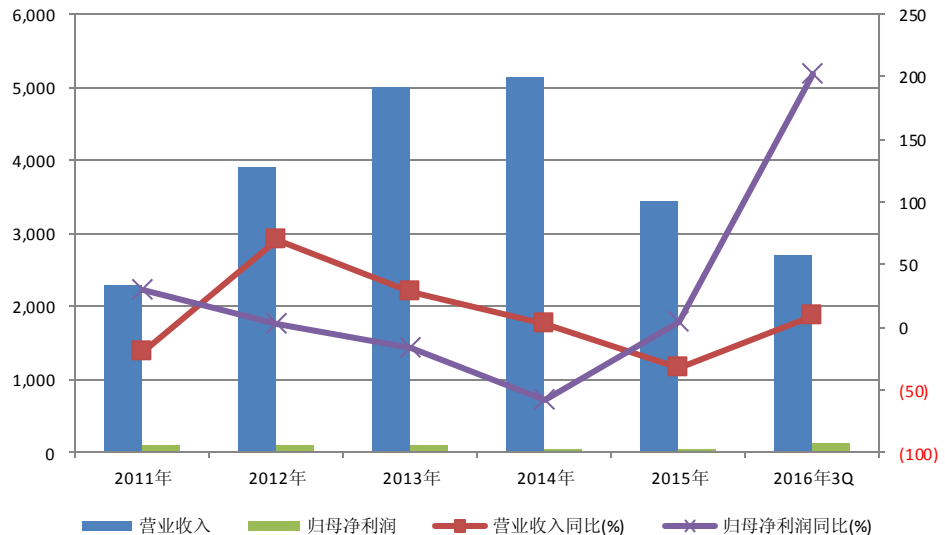
图表 1： 公司近几年营业收入和归母净利润情况（百万元，%） .....	3
图表 2： DMC 产业链 .....	4
图表 3： 国内环氧丙烷近一年市场价格（元/吨） .....	4
图表 4： 国内 DMC 近一年价格（元/吨） .....	4
图表 5： 锂离子电池结构示意图 .....	5
图表 6： 锂电池成本占比 .....	5
图表 7： 公司分产品营业收入预测（百万） .....	5
附录： 公司财务预测表 .....	7



## 一、事件

公司 2016 年三季度报告公布, 前三季度营业收入为 26.99 亿元, 同比增长 8.79%; 归母净利润为 1.36 亿元, 同比增长 202.21%; 基本每股收益 0.67 元, 同比增长 157.69%。

图表1: 公司近几年营业收入和归母净利润情况 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

## 二、点评

### (一) 拥有碳酸二甲酯全产业链, 且电解液领域需求快速增长, 产业链景气上升

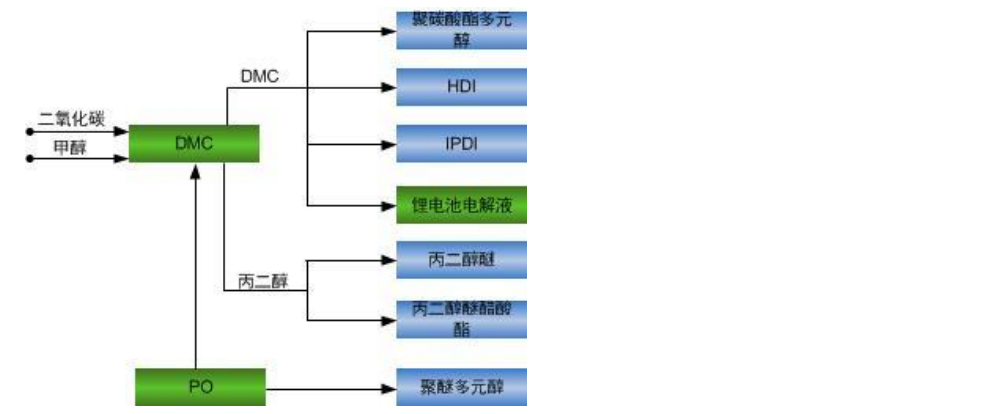
公司是国内电解液溶剂龙头, 市场占有率近五成。锂电池电解液溶剂产品包括碳酸乙烯酯、碳酸丙烯酯、碳酸二甲酯、碳酸二乙酯和碳酸甲乙酯等五种, 可为不同需求的客户提供不同的产品搭配, 竞争力较强。

碳酸二甲酯 (DMC) 作为公司的核心产品之一, 用途广泛。受益于新能源汽车产业蓬勃发展, 作为锂电池电解液有机溶剂的需求快速增长。

从 DMC 生产工艺来看, 酯交换法生产 DMC 会联产丙二醇。丙二醇下游是丙二醇醚及酯, 具有较高的附加值, 可用作溶剂、助溶剂、清洗剂、抗冻剂、萃取剂和其他有机合成原料等。此外, 公司自产环氧丙烷, 原料方面也具有竞争力。既有原料成本优势, 又受益于 DMC 价格快速增长。

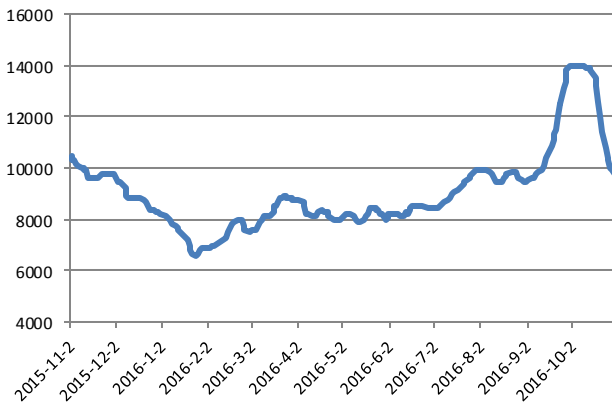


图表2: DMC 产业链



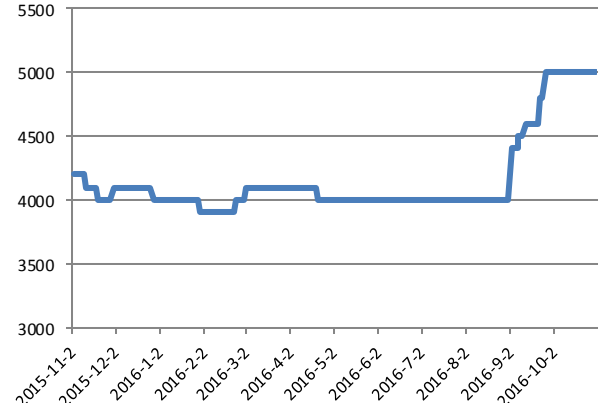
资料来源: 联讯证券

图表3: 国内环氧丙烷近一年市场价格(元/吨)



资料来源: 化工在线, 联讯证券

图表4: 国内 DMC 近一年价格(元/吨)



资料来源: 化工在线, 联讯证券

## (二) 新建 2000 吨/年六氟磷酸锂装置近期投产, 明后年有望放量增长

锂离子电池是新能源汽车动力的重要组成部分, 主要原材料是正极、负极、电解液、隔膜, 四大材料共同决定电池的能量密度。电解液的核心成分是六氟磷酸锂(锂盐)、碳酸酯等, 从锂电池成本看, 正极材料约占成本的 45%, 负极材料约占成本的 13%, 电解液约占成本的 17%, 隔膜和其他材料占成本的 25% 左右。

近两年, 六氟磷酸锂需求井喷, 虽然近期各大六氟磷酸锂厂商纷纷扩充产能, 但扩产周期约需要一年半, 新增产能仍然十分有限, 导致六氟磷酸锂价格从 2014 年初 10 万元/吨飙升至 2015 年底近 45 万元/吨。

公司新建 2000 吨/年近期投产, 有望缓解六氟磷酸锂供应, 提高公司在锂电池电解液市场的地位。

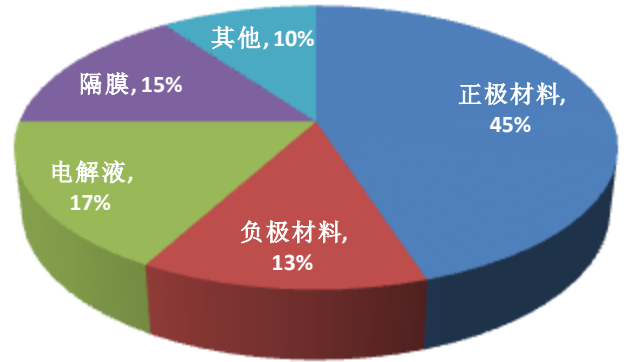


图表5: 锂离子电池结构示意图



资料来源: 公开资料, 联讯证券

图表6: 锂电池成本占比



资料来源: 公开资料, 联讯证券

### 三、盈利预测与估值

根据公司以往各产品的经营业绩, 结合公司和行业未来发展状况, 做如下重要假设:

图表7: 公司分产品营业收入预测 (百万)

		2015A	2016E	2017E	2018E
MTBE	营业收入	1508.03	1719.15	1959.84	2195.02
	增速	-20.20%	14.00%	14.00%	12.00%
	毛利	33.23	39.54	49.00	54.88
	毛利率	2.21%	2.30%	2.50%	2.50%
碳酸二甲酯系列	营业收入	849.07	1061.34	1273.61	1464.65
	增速	-41.63%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利	142.66	212.27	254.72	292.93
	毛利率	16.80%	20.00%	20.00%	20.00%
液化气	营业收入	316.17	385.73	424.30	466.73
	增速	-52.37%	22.00%	10%	10%
	毛利	5.82	7.71	8.49	9.33
	毛利率	1.84%	2.00%	2.00%	2.00%
油类	营业收入	134.06	234.61	258.07	283.87
	增速	-63.70%	75.00%	10%	10%
	毛利	2.81	4.93	5.42	5.96
	毛利率	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%
环氧丙烷系列	营业收入	15.98	101.15	111.27	122.40
	增速	-72.05%	533.00%	10%	10%
	毛利	2.06	19.22	21.14	23.26
	毛利率	15.48%	19.00%	19.00%	19.00%
混合芳烃	营业收入	90.85	67.32	74.05	81.46
	增速	-82.61%	-25.90%	10%	10%
	毛利	0.02	0.67	0.74	0.81
	毛利率	0.02%	1.00%	1.00%	1.00%
其他碳酸酯	营业收入	390.59	488.24	585.89	703.06
	增速	-32.66%	25.00%	20%	20%



		2015A	2016E	2017E	2018E
	毛利	82.13	133.78	146.47	175.77
	毛利率	27.40%	27.40%	25.00%	25.00%
其他产品	营业收入	149.74	205.14	205.14	205.14
	增速	407.98%	37.00%	0%	0%
	毛利	4.46	2.05	2.05	2.05
	毛利率	-4.41%	1.00%	1.00%	1.00%
六氟磷酸锂	营业收入	-	-	560.00	960.00
	增速	-	-	-	71.43%
	毛利	-	-	179.20	240.00
	毛利率	-	-	32.00%	25.00%
合计	营业收入	3454.49	4262.68	5452.16	6482.32
	增速	-32.66%	23.40%	27.90%	18.89%
	毛利	273.20	420.17	667.23	804.99
	毛利率	7.91%	9.86%	12.24%	12.42%

资料来源：公司公告，联讯证券

我们预测 2016、2017、2018 年营业收入分别为 42.63 亿元、54.52 亿元和 64.82 亿元，归属母公司净利润分别为 1.72 亿元、3.31 亿元和 4.51 亿元，EPS 分别为 0.85 元、1.63 元和 2.22 元。公司当前股价（按 10 月 31 日收盘价）为 46.47 元，对应 2016、2017、2018 年 PE 分别为 55 倍、29 倍和 21 倍。

新能源汽车行业“十三五”期间维持景气，公司加码锂电池电解液，首次覆盖，给予买入评级，目标价格为 57 元。

#### 四、风险提示

六氟磷酸锂项目业绩不及预期、安全生产风险



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	642	792	1,013	1,204	经营活动现金流	462	-128	-163	-194
现金	155	1,066	2,967	2,971	净利润	61	185	346	471
应收账款	134	166	212	252	折旧摊销	161	199	255	303
其它应收款	28	35	44	53	财务费用	28	23	20	20
预付账款	38	47	60	71	投资损失	3	3	4	5
存货	263	324	414	493	营运资金变动	240	-520	-969	-1,297
其他	24	-845	-2,684	-2,635	其它	-30	-18	181	305
非流动资产	1,504	1,856	2,374	2,823	投资活动现金流	-218	-269	-344	-409
长期投资	0	0	0	0	资本支出	221	272	348	414
固定资产	1,099	1,356	1,735	2,062	长期投资	0	0	0	0
无形资产	77	95	122	145	其他	-439	-541	-692	-823
其他	328	405	518	616	筹资活动现金流	-192	808	1,608	-392
资产总计	2,146	2,648	3,387	4,027	短期借款	335	913	1,968	3,340
流动负债	726	1,396	2,586	3,075	长期借款	0	0	0	0
短期借款	335	913	1,968	3,340	其他	-527	-106	-360	-3,732
应付账款	210	259	331	394	现金净增加额	52	411	1,100	-995
其他	182	224	286	341					
非流动负债	8	10	13	15	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	8	10	13	15	营业收入	15.38%	25.16%	20.49%	20.86%
负债合计	735	1,407	2,599	3,090	营业利润	165.42%	246.74%	44.08%	34.25%
少数股东权益	58	72	92	110	归属母公司净利润	45.80%	271.32%	41.01%	32.35%
归属母公司股东权益	1,353	1,169	696	827	获利能力				
负债和股东权益	2,146	2,648	3,387	4,027	毛利率	24.17%	27.48%	30.42%	32.38%
					净利率	4.57%	13.56%	15.87%	17.38%
<b>利润表</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	ROE	7.88%	26.73%	28.90%	34.88%
营业收入	3,454	4,263	5,452	6,482	偿债能力				
营业成本	3,188	3,843	4,785	5,677	资产负债率	34.24%	53.12%	76.74%	76.74%
营业税金及附加	4	11	12	14	流动比率	88.33%	56.70%	39.16%	39.16%
营业费用	65	72	81	92	速动比率	52.19%	33.50%	23.14%	23.14%
管理费用	72	81	95	108	营运能力				
财务费用	28	23	20	20	总资产周转率	1.63	1.78	1.81	1.75
资产减值损失	26	16	20	20	应收帐款周转率	24.01	28.45	28.91	27.98
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付帐款周转率	17.44	16.38	16.21	15.65
投资净收益	-3	0	2	2	每股指标(元)				
营业利润	70	217	441	553	每股收益	0.24	0.85	1.63	2.22
营业外收入	3	1	1	2	每股经营现金	2.28	-0.63	-0.80	-0.96
营业外支出	1	1	2	1	每股净资产	6.96	6.11	3.88	4.61
利润总额	71	218	440	554	估值比率				
所得税	10	33	66	83	P/E	140.92	54.74	28.49	20.92
净利润	61	185	346	471	P/B	6.07	7.60	11.98	10.07
少数股东损益	11	13	15	20	EV/EBITDA	34.98	23.46	13.02	11.16
归属母公司净利润	50	172	331	451					
EBITDA	261	417	696	856					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。





## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)